



Not Rated

주가(4/21): 21,300원

시가총액: 1,716억원

스몰캡

Analyst 서혜원

02) 3787-3767

hwseo@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/21)		628.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,900원	11,350원
등락률	-28.8%	87.7%
수익률	절대	상대
1M	59.6%	18.7%
6M	-0.5%	2.8%
1Y	-24.6%	-8.6%

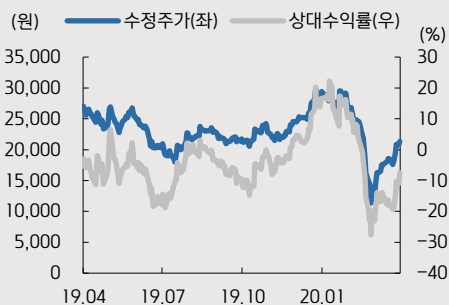
Company Data

발행주식수	8,057천주
일평균 거래량(3M)	72천주
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(2020E)	N/A
BPS(2019)	8,160원
주요주주	SK텔레콤 외 1인
	34.6%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019	2020E
매출액	368	358	345	376
영업이익	102	111	122	141
EBITDA	107	116	133	153
세전이익	109	111	122	139
순이익	83	86	93	111
지배주주지분순이익	83	86	93	111
EPS(원)	1,071	1,084	1,157	1,380
증감률(%YoY)	13.9	1.2	6.8	19.4
PER(배)	21.4	14.6	21.7	15.3
PBR(배)	2.92	2.01	3.08	2.81
EV/EBITDA(배)	12.9	8.0	13.2	11.2
영업이익률 (%)	27.7	31.0	35.4	37.5
ROE(%)	15.3	13.8	14.5	15.3
순차입금비용(%)	-70.3	-53.3	-42.5	-32.4

Price Trend



Company Visiting Note

인크로스 (216050)

Captive 시너지가 기대되는 구간



인크로스는 작년 6월 SKT가 지분을 확보하며 SK 그룹 내 미디어렐사 역할을 하고 있다. 4월 27일 SMS 광고서비스 T-deal을 본격화하며, 올해는 그룹사 캡티브 시너지가 본격화 되는 원년으로 판단된다. 광고비 축소 우려에도 효율성 높은 광고 집행을 위해 디지털광고 중심으로 이전, 그룹사 캡티브 비중 점진적 상향, 광고사업 재편을 통한 멀티플 확장이 기대된다.

>>> SK그룹 미디어렐사

인크로스는 광고 미디어 대행사 역할을 하는 미디어렐사로, 취급고 기준 국내 3위(1위 KT그룹 나스미디어, 2위 CJ그룹 메조미디어) 업체이다. '19년 6월 SKT가 지분 34.6% 확보하며 최대주주가 NHN에서 변경, '19년 연결 기준 취급고 2,580억원(+14% YoY) 기록, 매출비중 미디어렐 77%, 애드네트워크(동영상 광고 플랫폼) 13%, 서비스 운영(원스토어 운영 대행) 9%를 차지하고 있다.

>>> T-deal로 시작되는 그룹사 시너지효과 기대

동사가 SK 그룹과 시너지를 낼 수 있는 부분은 1) Addressable TV, 2) 타겟 소비자층을 대상으로 SMS광고를 진행하는 T-deal 사업으로, 그룹사의 전략이 경쟁사들과 Valuation을 차별화 할 요소로 예상된다. Addressable TV는 많은 이해관계자와 올해 광고 예산이 보수적으로 집행되고 있는 점을 고려하면 내년 부터 본격화될 가능성이 높다고 판단된다. 우선 시너지를 확인할 수 있는 첫 단계는 4월 27일에 시행되는 T-deal 서비스로, 광고 대상에 대해 관심도와 구매 전환율이 높을 것으로 예상되는 소비층을 타겟하여 SMS를 발송하는 서비스이다. SKT 가입자수 2,950만명 중 마케팅 수신동의를 한 고객수는 65%로 파악, 이 중 구매 확률이 높은 1,000만 가입자가 SMS광고 발송 대상으로, SKT는 빅데이터 제공, SMS 발송 담당, 인크로스는 광고 대상 선정 및 퍼포먼스 분석 역할을 맡으며, 판매 규모에 일부 수수료를 인식 후 수익은 SKT와 나누어서 인식한다. 현재 확보된 SKU는 생활 소비재 제품 중심으로 100여개로 파악된다. 최근 각광받는 미디어커머스 사업과 차이점은 직접 제품 개발, 생산에 관여하지 않아 재고부담에 대한 우려가 없으며, 광고 플랫폼으로서의 기능이 더 부각되고, 신규 광고주 유입 역시 기대되는 부분이다.

>>> 2020E 영업이익 141억원(+16% YoY) 예상

인크로스 2020년 연결기준 매출액 376억원(+9% YoY), 영업이익 141억원(+16% YoY, OPM 38%)으로 예상된다. 광고주들의 비용 축소 우려에도 효율화 기조에 따라 트래픽이 높고 효율성 높은 디지털 광고 중심으로 재편이 기대된다. T-deal 관련 매출은 반영하지 않은 추정치로, 고객의 CTR(Click Through Rate), 구매전환율에 따라 실적 상승 가능성도 열려있다. 2020E PER 15X로 그룹사 광고몰량 점진적 이전의 시작, 비통신부문 강화 기조 고려 시, 점진적 멀티플 상향이 기대된다.

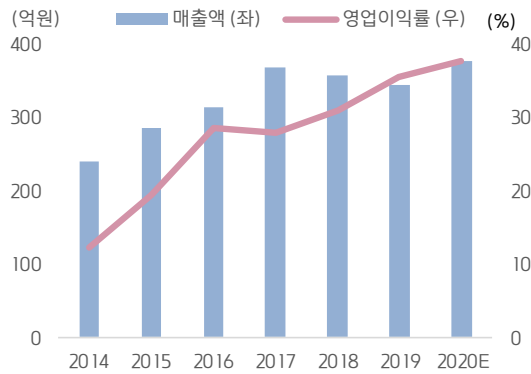
인크로스 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020E
매출액	84	89	88	98	67	79	90	108	358	345	376
% YoY	34%	-7%	-13%	-10%	-19%	-11%	3%	10%	-3%	-4%	9%
% QoQ	-23%	6%	-1%	11%	-31%	18%	14%	19%			
미디어렙	56	60	61	69	50	61	69	87	247	267	293
애드네트워크	19	20	18	20	10	10	13	13	77	46	50
서비스용역	9	8	8	8	8	8	8	8	34	32	33
영업이익	25	30	25	30	12	32	35	43	111	122	141
% YoY	170%	9%	-14%	-17%	-51%	5%	43%	40%	8%	10%	15%
% QoQ	-31%	19%	-19%	24%	-59%	155%	11%	21%			
(지배)순이익	21	23	20	22	11	25	29	28	86	93	111
영업이익률	30%	34%	28%	31%	18%	40%	39%	40%	31%	35%	38%
(지배)순이익률	25%	26%	23%	22%	16%	31%	33%	26%	24%	27%	30%

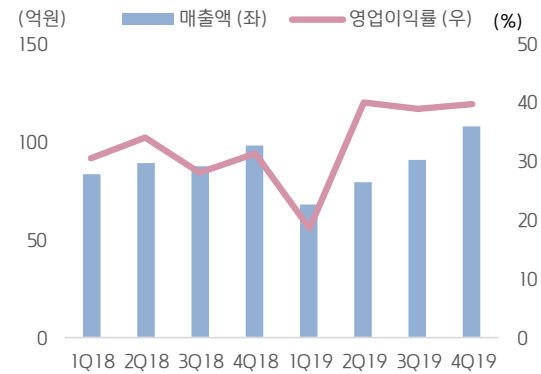
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



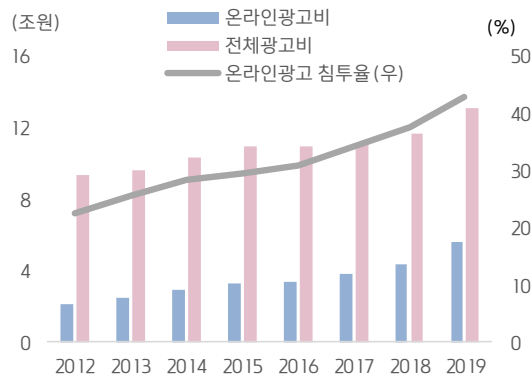
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



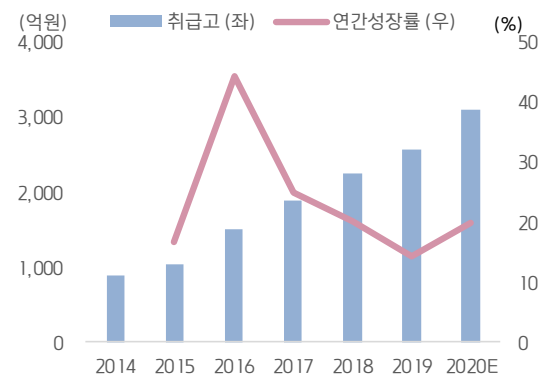
자료: 전자공시, 키움증권

국내 광고비 집행 추이



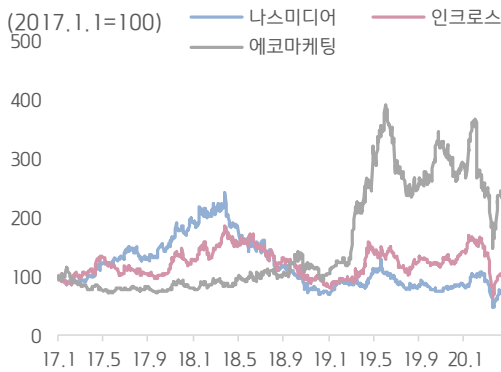
자료: 한국방송광고진흥공사, 키움증권

인크로스 취급고 추이



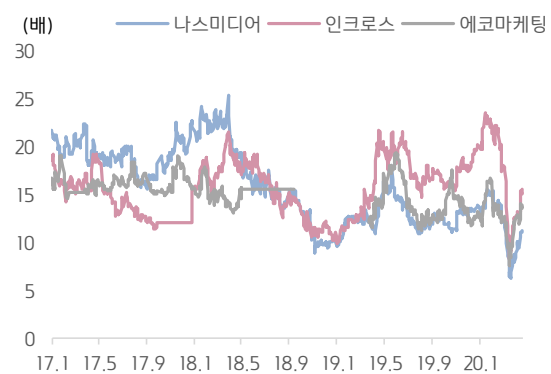
자료: 전자공시, 키움증권 추정

미디어렙사 주가 추이



자료: Quantwise, 키움증권

미디어렙사 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 키움증권

SKT의 과거 TMS 광고 성과

업종	브랜드	CTR	CVR
금융	A은행	7.5%	8.3%
	B은행	1.2%	74.6%
커머스	C홈쇼핑	10.0%	14.6%
	D커머스	6.7%	18.9%
서비스	C콜택시	7.6%	-

[참고] 구글 검색광고 CTR 2.1~6.1%

자료: 인크로스, 키움증권

SMS vs 이메일 광고 성과 비교

	SMS	이메일
CTR	9.97%	2.43%
오픈율	98%	20.81%
도달시간	3분	47분
수신거부율	2.21%	0.28%
컴플레인율	0.21%	0.37%
CPS	1.6~7.9센트*	1~3센트*

자료: 인크로스, Burst SMS 2019, 키움증권

광고 산업 Value Chain



자료: 인크로스, 키움증권

광고 산업 내 미디어렙 역할



자료: 인크로스, 키움증권

미디어렙사 Peer Group Analysis

	인크로스 KQ 216050	나스미디어 KQ 089600	에코마케팅 KQ 230360	플레이디 KQ 237820
현재주가(원)	21,300	29,200	29,650	7,370
시가총액(억원)	1,716	2,556	4,803	945
절대수익률(%)				
1M	59.6	42.8	58.6	63.8
3M	-26.2	-23.4	-22.5	-
6M	-0.5	1.2	-17.8	-
1Y	-24.6	-20.3	2.2	-
상대수익률(%)				
1M	18.7	6.2	18.0	21.8
3M	-20.6	-17.5	-16.6	-
6M	2.8	4.5	-15.1	-
1Y	-8.6	-3.4	24.0	-
매출액(억원)				
2018	358	1,066	621	347
2019	339	1,171	1,184	386
2020E	376	1,240	1,117	-
영업이익(억원)				
2018	111	249	169	70
2019	122	288	410	88
2020E	141	320	392	-
순이익(억원)				
2018	86	189	154	60
2019	93	190	349	66
2020E	111	216	327	-
영업이익률(%)				
2018	31.0	23.4	27.2	20.1
2019	35.4	24.6	34.7	22.8
2020E	37.5	25.8	35.1	-
EPS Growth(%)				
2018	1.2	-23.0	0.2	-21.9
2019	6.8	0.6	126.8	9.1
2020E	19.4	13.5	-6.3	-
PER(X)				
2018	14.6	13.1	12.0	-
2019	21.7	13.4	13.5	-
2020E	15.3	11.8	14.4	-
PBR(X)				
2018	2.0	1.9	2.1	-
2019	3.1	1.7	4.2	-
2020E	2.8	1.5	3.6	-
ROE(%)				
2018	13.8	15.0	19.5	31.4
2019	14.5	15.0	32.7	19.4
2020E	15.3	14.3	27.6	-
배당수익률(%)				
2018	-	1.9	3.4	-
2019	-	2.0	2.1	-
2020E	-	2.5	2.1	-

주: 주가와 시가총액은 4월 21일 기준, 인크로스는 키움증권 추정치, 나스미디어, 에코마케팅, 플레이디는 Quantiwise 컨센서스 사용
 자료: Quantiwise, 전자공시, 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 4월 21일 현재 '인크로스(216050)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%